

<2%

Le potentiel de croissance annuelle du PIB aux Etats-Unis à long terme
Page 2

1,5%

Nos prévisions de croissance réelle du PIB dans la zone euro pour 2016
Page 4

+26%

L'augmentation des ventes automobiles en Chine en septembre 2016 par rapport à septembre 2015
Page 5

+13,9%

La révision à la hausse des prévisions de bénéfices en 2017 pour le secteur européen des ressources de base
Page 6

+17%

Le rebond de l'indice boursier japonais Topix depuis juin (en yen)
Page 7

-3,3%

La prévision de la banque centrale brésilienne concernant l'évolution du PIB réel au Brésil cette année
Page 8

+50 pb

La progression des rendements des Gilts britanniques à 10 ans en octobre
Page 10

-2,9%

La chute du cours de l'or en octobre (en dollars US)
Page 11

En parallèle aux mesures budgétaires, l'atonie de la croissance devrait induire de nouvelles approches en matière de politique monétaire

Novembre 2016

Perspectives

Des politiques économiques novatrices sont nécessaires

Des politiques économiques plus constructives aideraient les banques centrales et les Etats à résoudre le dilemme actuel



Christophe Donay,
chef stratège, responsable de
l'allocation d'actifs et de la recherche
macroéconomique

La politique économique constituera un enjeu majeur pour les marchés financiers et l'économie en 2017 et après. Elle s'avérera d'autant plus déterminante que les mesures monétaires des grandes banques centrales montrent des signes d'essoufflement. Mais les Etats-Unis, le Japon et les pays européens ont massivement augmenté leur endettement depuis la crise financière pour contrer le risque de dépression généralisée. Entre 2008 et 2015, la dette publique de plusieurs pays développés est ainsi passée de 60% du PIB à plus de 100%, restreignant fortement leur capacité à adopter des mesures budgétaires keynésiennes. Conséquence: les politiques publiques ont eu, au mieux, un effet légèrement positif sur l'économie.

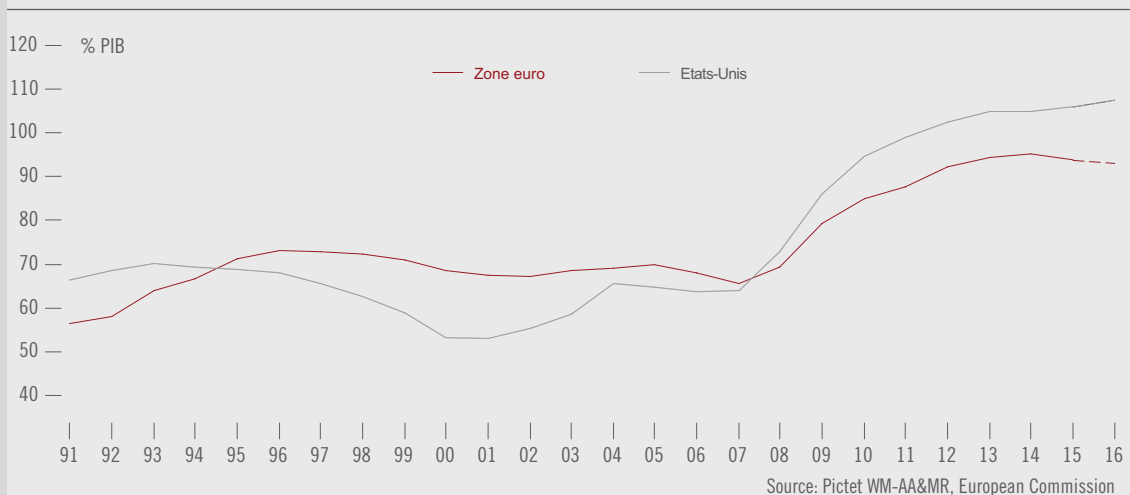
Les multiples défis qui attendent les pays développés dans les prochaines années font l'objet d'un consensus parmi les économistes: sortir de la spirale déflationniste, ancrer la croissance de façon soutenable à un niveau supérieur à celui d'aujourd'hui, réduire les inégalités de salaire et de patrimoine. Selon les chiffres officiels, le potentiel de croissance réelle des pays développés s'est érodé ces dernières années et se situe actuellement à un peu plus de 2% par an aux Etats-Unis, 1% en Europe et potentiellement près de zéro au Japon.

Principal problème: sur les 25 dernières années, les politiques keynésiennes traditionnelles n'ont pas réussi à restaurer une croissance vertueuse. Et il paraît peu probable que les plans d'investissement dans les infrastructures des deux candidats aux élections présidentielles américaines suffisent à combler l'écart entre le niveau actuel d'activité économique et celui où il devrait se situer sur la base des tendances historiques.

Pour être efficace, une politique budgétaire doit afficher un multiplicateur supérieur à 1, ce qui signifie que chaque unité de dépense publique génère plus d'une unité d'activité économique supplémentaire. Les multiplicateurs budgétaires fonctionnent également dans l'autre sens. Lorsqu'ils sont faibles, un pays peut réduire plus rapidement ses dépenses ou augmenter plus fortement sa fiscalité sans dégâts immédiats. L'envolée de la dette des pays développés depuis 2008 et les ravages de l'austérité zélée sur la croissance à court terme peuvent provenir d'une incompréhension de l'effet multiplicateur (le Fonds monétaire international ayant lui-même admis avoir sous-estimé son multiplicateur budgétaire).

L'inefficacité des anciennes recettes keynésiennes s'explique par trois facteurs. Tout d'abord, l'ouverture des économies modernes et la tendance d'une partie des dépenses publiques à fuir vers le secteur extérieur par le biais des importations réduisent l'effet multiplicateur. Ensuite, les dépenses

DETTE PUBLIQUE EN POURCENTAGE DU PIB 1991-2016 (PRÉVISION)



d'infrastructures s'avèrent moins efficaces que les investissements productifs entrepris par le secteur privé. Enfin, d'après la théorie de l'équivalence ricardienne énoncée par l'économiste Robert Barro au milieu des années 1970, le déficit budgétaire fait craindre un durcissement de la fiscalité qui pousse les ménages à épargner les revenus générés par les dépenses publiques supplémentaires au lieu de les dépenser.

Des politiques économiques novatrices seront sans doute nécessaires pour surmonter ces défis, puisque celles pratiquées ces dernières années n'ont guère donné de résultats. Mais, outre l'envolée de la dette publique, deux grands écueils s'opposent à l'adoption de mesures économiques plus favorables à la croissance.


Le premier est conceptuel. Après des années d'assouplissement quantitatif, les Etats et leurs conseillers économiques doivent inventer des modèles théoriques suffisamment résilients pour convaincre les banquiers centraux des vertus d'une nouvelle approche de la politique monétaire, sujet approfondi dans ce numéro de *Perspectives*. En deux mots, trouver un cadre conceptuel à la fois acceptable pour les banquiers centraux et prêt à l'emploi n'est pas une sinécure.

Le second est d'ordre politique. Depuis 2008, l'impulsion donnée par les politiques budgétaires a fait l'effet d'un pétard mouillé. La preuve: dès que les Etats cherchent à assainir leurs finances, l'activité ralentit. Certes, au plus fort de la crise financière, l'intervention des banques centrales et des pouvoirs publics s'est avérée nécessaire pour éviter la dépression. Mais une fois cet objectif atteint, une politique budgétaire visant une relance de l'investissement productif et des capacités, seule porteuse d'une dynamique soutenable et créatrice d'emplois, aurait dû être introduite.

Les indicateurs de la croissance restent largement positifs, mais des doutes persistent

De bonnes surprises en matière de croissance au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et en Chine se sont traduites par quelques améliorations marginales, mais la conjoncture mondiale manque toujours de dynamisme.

Christophe Donay, Bernard Lambert, Frederik Ducrozet, Dong Chen et Nadia Gharbi

 Les bons chiffres du PIB au 3^e trimestre ont mécaniquement entraîné une révision à la hausse de nos perspectives de croissance pour la Chine en 2016. La croissance des économies américaine et britannique a aussi dépassé les attentes à court terme. Quant aux indicateurs avancés pour l'Europe et le Japon, ils pointent vers une reprise plus marquée de l'activité. Mais les perspectives de croissance mondiale ne se sont pas améliorées de manière décisive.

Après un 2^e trimestre décevant, la progression du PIB américain s'est fortement accélérée au 3^e. Hillary Clinton, probable vainqueur des élections, a promis des dépenses supplémentaires pour remédier à la décrépitude des infrastructures, ce qui devrait contribuer à stimuler la croissance. Le thème de la relance budgétaire occupe aussi le devant de la scène au Japon, au Royaume-Uni et en Chine. Et l'on peut s'attendre à un nouveau geste de la BCE, qui devrait prolonger et élargir son programme d'assouplissement quantitatif en décembre.

Mais les récentes améliorations au sein des grandes économies restent marginales. Pour la Chine, qui continue d'évoluer vers une économie plus axée sur la demande intérieure, nous tablons sur une décélération de la croissance à 6,2% en 2017, après 6,7% en 2016. Le rebond très vigoureux du 3^e trimestre aux Etats-Unis devrait être transitoire. Nous maintenons donc nos prévisions pour 2016 et 2017, avec une croissance susceptible de rester bien inférieure aux niveaux observés à ce stade des cycles précédents. Car il faudra du temps avant que les mesures de relance budgétaire fassent sentir leurs effets et le supplément de croissance qu'elles apporteront pourrait rester très modeste. Une fois les élections américaines passées, l'attention se portera à nouveau sur la faiblesse de la productivité et les relèvements de taux de la Fed.

En Europe, les tensions autour du référendum italien du 4 décembre devraient être éclipsées par les négociations sur le Brexit, qui débiteront en 2017 et assombriront les perspectives britanniques. L'an prochain sera également marqué par d'importantes élections en France, en Allemagne et aux Pays-Bas. Quant à la croissance au sein de la zone euro, elle reste fragile, comme le montrent la faiblesse de l'inflation et le manque de dynamisme de la demande de crédit.

Partout, les banques centrales sont confrontées à d'importants tests de crédibilité, Banque du Japon en tête, qui administre un traitement monétaire de plus en plus exotique. Et même si les récentes surprises positives en termes de données sont les bienvenues, elles n'indiquent pas de réelle accélération de la dynamique de croissance mondiale, toujours modeste.

Etats-Unis: une croissance robuste au 3^e trimestre, grâce à l'envolée temporaire des exportations agroalimentaires

Au 3^e trimestre, le PIB américain a progressé d'un solide 2,9% en variation trimestrielle annualisée, contre les 2,6% attendus.

Mais les dépenses de consommation ont un peu déçu et la croissance de la demande intérieure finale a ralenti, de 2,4% au 2^e trimestre à 1,4% au 3^e. La croissance au 3^e trimestre a été principalement soutenue par la reconstitution des stocks et la très forte progression des exportations (+10,0%), liée à une envolée, probablement temporaire, des livraisons de soja. Certes, les exportations devraient se contracter au 4^e trimestre, mais les conditions financières aux Etats-Unis restent favorables, les fondamentaux de la consommation et du secteur du logement sont positifs et l'investissement dans le secteur pétrolier devrait repartir. Nous restons donc raisonnablement optimistes quant à la croissance et nos prévisions en moyenne annuelle, tablant sur une progression du PIB américain de 1,5% en 2016 et de 2,0% en 2017, demeurent inchangées. Mais en raison d'une probable chute des exportations de soja, nous réduisons nos prévisions de croissance pour le 4^e trimestre 2016 de 2,0% à 1,5% en variation trimestrielle annualisée.

«Même si les récentes surprises positives en termes de données sont bienvenues, elles n'indiquent pas d'accélération véritable de la dynamique de croissance mondiale, toujours modeste.»

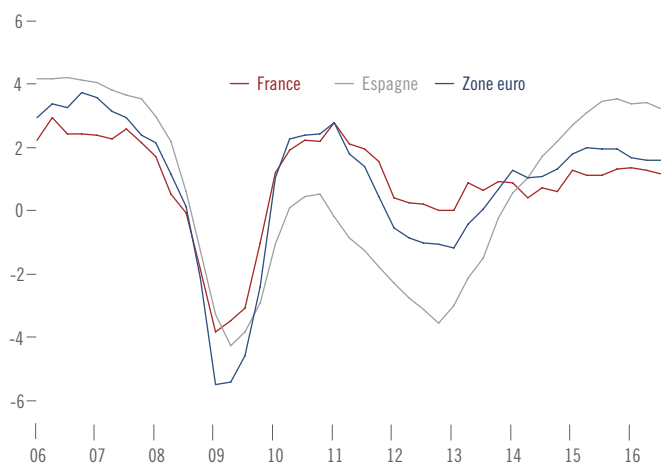
Mesurée avec le déflateur de la consommation, l'inflation sous-jacente est restée stable cette année et devrait progresser de façon modérée les prochains mois. Nous maintenons nos prévisions à 1,9% en glissement annuel pour fin 2016, et tablons sur un niveau de 2,1% en décembre 2017. La Fed devrait relever ses taux de 25 points de base (pb) en décembre et procéder à deux nouvelles hausses de 25 pb en 2017.

Zone euro: des risques équilibrés

Les derniers indicateurs économiques ont surpris en bien et pointent vers une accélération de l'activité au début du 4^e trimestre. L'amélioration du climat des affaires a été particulièrement marquée en Allemagne, mais la plupart des autres pays membres en ont aussi bénéficié. En revanche, les données relatives au crédit bancaire pour la zone euro ont déçu. Les flux de nouveaux crédits se sont nettement affaiblis au 3^e trimestre, indiquant que la demande intérieure pourrait ralentir dans les mois à venir et ainsi remettre en question nos prévisions de croissance pour 2017. La question est de savoir dans quelle mesure un renforcement de la dynamique cyclique et une (modeste) embellie des exportations nettes compenseront l'affaiblissement probable du cycle de crédit. Ce risque ne doit toutefois pas être surestimé dans la mesure où les entreprises non financières européennes ont d'abondantes liquidités et sont probablement devenues moins dépendantes du crédit bancaire pour leurs dépenses d'investissement – du moins les plus grandes.

CROISSANCE RÉELLE DU PIB EN FRANCE, EN ESPAGNE ET DANS LA ZONE EURO DU 1^{ER} TRIMESTRE 2006 AU 3^E TRIMESTRE 2016

% de changement en glissement annuel



Source: Pictet WM - AA&MR, Eurostat

Nous maintenons donc nos prévisions de croissance du PIB de la zone euro à 1,5% en 2016 et à 1,3% en 2017, avec une balance des risques encore largement équilibrée. Après dix mois d'impasse politique, l'Espagne s'est dotée d'un gouvernement, et les risques politiques semblent concentrés sur le référendum italien, les conséquences exactes d'un «non» à la réforme du Sénat restant toutefois très floues.

L'inflation en zone euro, très éloignée de la cible de 2% de la BCE, a amorcé un rebond lié aux effets de base positifs (et croissants) induits par la hausse des prix de l'énergie. Mais la BCE reste préoccupée par le manque de dynamisme des prix sous-jacents. Les prochaines prévisions de ses économistes publiées début décembre devraient justifier un assouplissement monétaire supplémentaire: prolongation de 6 mois du programme d'assouplissement quantitatif jusqu'à septembre 2017, au même rythme de EUR 80 mia d'achats d'actifs par mois.

Chine: stabilisation de la croissance à court terme

Les données récemment publiées ont confirmé une stabilisation de l'économie chinoise. En termes réels, le PIB réel a progressé de 6,7% en glissement annuel au 3^e trimestre, rythme identique à celui du 1^{er} semestre 2016. La Chine devrait très certainement atteindre l'objectif gouvernemental de croissance de 6,5 à 7% cette année.

Comme lors de la dernière reprise, l'augmentation des investissements en capital fixe a joué un rôle crucial, notamment dans le secteur de l'immobilier. Les mesures de relance qui ont été mises en œuvre depuis la fin de l'année dernière se sont traduites par une poussée des prix des logements, déclenchant

une volée d'achats en urgence par la classe moyenne chinoise, en particulier dans les villes les plus importantes, mais aussi dans certaines villes de moindre importance économique. Tirant parti de l'envolée du marché, les promoteurs immobiliers ont accéléré les programmes de construction, ce qui a fait passer la croissance des investissements dans le secteur de 1% à la fin de l'année 2015 à 6% en glissement mensuel au 3^e trimestre 2016. De nombreuses industries lourdes, qu'il s'agisse des fabricants d'acier, de verre ou de machines, ont également enregistré un rebond notable de leurs activités.

Il est toutefois improbable que la dynamique des investissements en capital fixe perdure, notamment dans le domaine de l'immobilier. Notre analyse indique en effet un excédent structurel de l'offre de logements depuis 2013, en particulier dans les villes de moindre importance. Par ailleurs, craignant une bulle immobilière, certains gouvernements locaux ont réintroduit des mesures destinées à endiguer la hausse des prix des logements. De ce fait, la croissance des investissements en capital fixe devrait chuter de nouveau au seuil de 2017.

Outre les investissements en capital fixe, d'autres secteurs ont émis des signes de transition encourageants. La croissance dans les services continue de dépasser celle de l'économie prise dans son ensemble et le secteur des services génère désormais 52% du PIB chinois, contre 42% il y a une décennie. Quant à la consommation des ménages, elle fait preuve de résilience. La progression des ventes de détail s'est stabilisée à plus de 10% en glissement annuel au 3^e trimestre avec, en septembre 2016, une augmentation des ventes d'automobiles de 26% par rapport à l'année précédente.

L'inflation se renforce progressivement en Chine. En septembre, l'indice des prix à la production, qui mesure le prix des produits industriels, a augmenté pour la première fois en plus de quatre ans en glissement annuel. L'indice des prix à la consommation s'améliore graduellement aussi, tout en restant nettement inférieur à l'objectif du gouvernement. Les tendances positives en termes de prix devraient persister au 4^e trimestre 2016 et se prolonger en 2017, ce qui contribuera à améliorer le chiffre d'affaires des entreprises et leur capacité à assurer le service de leur dette.

Globalement, les données les plus récentes ont confirmé la stabilisation à court terme de l'économie chinoise et entraîné une révision mécanique de 6,5% à 6,7% de notre prévision de PIB pour 2016. Les craintes relatives à la croissance s'atténuant à court terme, l'attention du gouvernement pourrait se concentrer davantage sur les réformes structurelles. Toutefois, compte tenu des déséquilibres au sein de l'économie, le rythme de l'expansion de la Chine devrait rester tendanciellement orienté à la baisse et nous maintenons jusqu'à nouvel ordre notre prévision de croissance du PIB chinois à 6,2% pour 2017.

Les obligations d'Etat se montrent vulnérables

La relative bonne tenue des bénéfiques, la stabilisation des prix des matières premières, l'amélioration de la conjoncture à certains égards et le soutien continu des banques centrales profitent à certaines actions, mais les marchés obligataires sont devenus plus volatils.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet et Alexandre Tavazzi


MARCHÉS FINANCIERS

Performance en % des indices financiers en monnaies locales. Données arrêtées au 31.10.2016

		Indice	Depuis le 31.12.2015	Mois précédent
Actions USA*	USD	S&P 500	5.9%	-1.8%
Actions Europe*	EUR	Stoxx Europe 600	-4.2%	-1.0%
Actions marchés émergents*	USD	MSCI Emerging Markets	16.6%	0.2%
Oblig. d'entreprise <i>investment grade</i> US*	USD	ML Treasury Master	5.3%	-0.2%
Oblig. d'entreprise à haut rendement US*	USD	ML Corp Master	8.2%	-0.8%
US high yield*	USD	ML US High Yield Master II	15.7%	0.3%
Hedge funds	USD	Credit Suisse Tremont Index Global**	0.1%	0.1%
Matières premières	USD	Reuters Commodities Index	5.8%	0.0%
Or	USD	Gold Troy Ounce	20.4%	-2.9%

Sources: Pictet WM - AA&MR, Datastream, Bloomberg

* dividendes/coupons réinvestis ** fin septembre 2016

 *Octobre a été marqué par une hausse sensible des taux d'intérêt à long terme en réaction aux signes indiquant que l'inflation pourrait faire son retour et que la période des politiques monétaires ultra-accommodantes pourrait toucher à sa fin.*

Les rendements des Gilts britanniques ont nettement augmenté en octobre, alors que la faiblesse de la livre sterling alimentait l'inflation au Royaume-Uni. Dans le même temps, la Fed semblait de plus en plus susceptible de relever ses taux en décembre, tandis que dans la zone euro circulaient des rumeurs selon lesquelles la BCE s'apprêterait à réduire ses achats d'actifs.

Les tensions récentes sur les taux fixes restent modérées d'un point de vue historique et, même en tenant compte de l'augmentation des prix des matières premières, nous n'anticipons pas de hausse substantielle des taux d'inflation à brève échéance. Cependant, le taux d'intérêt négatif dont sont assorties certaines obligations d'Etat en Europe et au Japon les rend particulièrement vulnérables aux fluctuations du sentiment—d'autant que la quête de rendement des investisseurs a pour effet d'accroître la durée.

L'exposition aux obligations d'Etat est

désormais onéreuse et le risque de flambée du marché obligataire ne saurait être écarté. La hausse des rendements à long terme contribue à justifier notre décision de réduire notre position en durée et de rechercher des opportunités tactiques sur le marché monétaire.

Dans le même temps, la récente pentification de la courbe de rendement joue en faveur des marges des banques, évolution particulièrement bienvenue en Europe. De fait, les craintes entourant les banques européennes semblent s'apaiser pour le moment, aidées en cela par des résultats relativement favorables au troisième trimestre. Les services bancaires ont été l'un des secteurs les plus performants parmi les indices boursiers américains et européens en octobre, aux côtés de certains secteurs cycliques. La baisse du cours de l'or indique également qu'indépendamment des inquiétudes que suscite le marché obligataire, les tensions financières s'estompent.

D'autres facteurs continuent de suggérer que les actions pourraient conserver un certain potentiel. Bien que les valorisations soient plutôt onéreuses, la croissance des bénéfiques devrait connaître une accélération marquée sur les marchés développés.

De plus, les investisseurs restent positionnés de manière plus défensive que les signaux haussiers ne sembleraient le justifier, une étude récente de Bank of America Merrill Lynch indiquant que les réserves de liquidités détenues par les gérants internationaux avaient atteint leur niveau le plus élevé depuis 15 ans. Nous restons relativement optimistes vis-à-vis des actions et voyons des raisons de se détourner des secteurs défensifs au profit de secteurs cycliques sous-valorisés, y compris certaines valeurs financières.

Actions: conséquences logiques

Le paysage de l'investissement a changé depuis l'été dernier. Comme nous l'évoquions le mois dernier, le redressement des prix des matières premières et de l'énergie a permis aux marchés émergents et aux secteurs cycliques de dominer le marché actions. La hausse récente des rendements obligataires à long terme autorise un secteur financier très faiblement valorisé à se joindre à cette reprise, car la pentification des courbes de rendement est jugée positive pour la rentabilité des établissements financiers. Les marchés ayant tendance à anticiper les événements, les révisions à la hausse des prévisions de bénéfiques pour l'année en cours ont été les plus fortes dans le secteur bancaire pour le S&P 500 et dans le secteur des ressources de base pour le Stoxx Europe 600. En octobre, les estimations de bénéfiques pour 2017 dans le secteur des ressources de base ont été relevées de 0,8% aux Etats-Unis et de 13,9% en Europe.

Ainsi, la saison des résultats du troisième trimestre a contribué à justifier l'optimisme entourant les secteurs cycliques et les valeurs financières, dont les valorisations sont inférieures à celles des indices

mondiaux. Les ratios cours-valeur comptable de 2016 des banques incluses dans les indices MSCI US et MSCI Europe s'établissent actuellement à 1,00 et 0,8 respectivement. Pour les secteurs de l'énergie américain et européen, ces mêmes ratios atteignent respectivement 2,0 et 1,1, contre 2,7 pour l'indice MSCI US et 1,7 pour l'indice MSCI Europe. Les secteurs les plus sous-valorisés semblent donc tirer parti du redressement cyclique, ce qui permet aux placements de style *value* d'enregistrer les meilleures performances. Nous conservons une attitude positive vis-à-vis des marchés

«Les incertitudes politiques risquent de rester un élément saillant ces prochains mois et devraient continuer de peser sur la livre sterling.»

actions. Nous sommes toutefois conscients du fait que les élections américaines et le référendum italien en décembre sont susceptibles d'attiser la volatilité et maintenons une protection au niveau de nos portefeuilles.

Evolution de la corrélation entre actions et obligations

En octobre, l'indice S&P 500 s'est replié de 1,8% et le Stoxx Europe 600 de 1,0%, contre une baisse de 1,8% des bons du Trésor américain à 10 ans et de 2,5% des Bunds allemands à 10 ans (performance totale en devises locales, dividendes réinvestis, dans chaque cas). Ces 15 dernières années, la corrélation sur un an entre actions et obligations a été globalement négative, ce qui explique l'intérêt d'une diversification entre ces deux grandes classes d'actifs. La dernière fois que la corrélation entre actions et obligations est passée en territoire positif remonte

à 2013, lorsque l'annonce par la Fed de l'arrêt progressif de son programme d'achat d'actifs avait amené l'une et l'autre classes d'actifs à subir des ventes massives. Cependant, il est sans doute trop tôt pour conclure à un véritable retournement des tendances historiques en matière de corrélation. Si les obligations souveraines ont connu un mois peu reluisant, certains indices actions ont en revanche enregistré une forte progression en octobre, y compris le TOPIX (+5,1% en yens), le MSCI Latin America (+10% en USD) et le MSCI Emerging Europe (+4,2% en EUR).

Le Japon tire parti de l'environnement actuel

Le Japon a sous-performé les autres marchés actions cette année, avec une baisse de 8,1% du Topix de janvier à fin octobre en yens, contre une hausse de 4,0% pour l'indice MSCI World en USD. En octobre toutefois, le Topix a rattrapé une partie de son retard avec une performance totale de +5,3% en yens, grâce notamment à une baisse de 4% du yen par rapport au dollar US durant le mois. Depuis juin 2016, l'indice TOPIX a rebondi de près de 17%, tandis que le yen restait confiné dans une fourchette de 100-106 par rapport au dollar US. Ce redressement du Topix coïncide avec l'amélioration massive des révisions des bénéfices des entreprises japonaises depuis le mois de juin. Malgré la faible croissance des chiffres d'affaires, la dernière saison des résultats montre que les entreprises japonaises sont parvenues à augmenter leurs marges. La poursuite de cette tendance conditionnera leurs perspectives pour l'an prochain.

La livre sterling durement touchée

La livre sterling est fortement influencée par les événements politiques depuis la déclaration de la

Première ministre britannique Theresa May le 2 octobre, indiquant que le Royaume-Uni activerait l'Article 50 (la notification officielle du souhait du Royaume-Uni de quitter l'UE) avant fin mars 2017. Dans la mesure où le gouvernement britannique semble vouloir accorder la priorité au contrôle de l'immigration plutôt qu'à un éventuel accord de libre-échange avec l'UE, l'hypothèse d'un Brexit «dur» s'est renforcée, ce qui affaiblit la livre. Les incertitudes politiques risquent de rester un élément saillant ces prochains mois et devraient continuer de peser sur la monnaie britannique. En outre, bien que la croissance de l'économie du pays se soit montrée résistante jusqu'ici, le plus gros des retombées du Brexit risque de se manifester au premier semestre 2017, notamment via une baisse des investissements privés. Par conséquent, la livre sterling devrait rester sous pression au cours des mois à venir.

Vers un accord de l'Opep

Suite à l'accord de principe annoncé à l'occasion d'une réunion informelle à Alger fin septembre, il est probable qu'un accord crédible sur un gel de la production de pétrole soit trouvé lors du sommet de l'Opep à Vienne le 30 novembre prochain. L'incapacité à parachever l'accord ébauché à Alger porterait sérieusement atteinte à la crédibilité de l'Opep et priverait les cours du pétrole d'un soutien important. En effet, faute d'une entente, les prix du Brent subiront de fortes pressions baissières qui pourraient les ramener en dessous de la barre des 40 dollars, perspective que l'Opep voudrait éviter.

Atone

L'économie mondiale n'a toujours pas retrouvé les niveaux de croissance observés avant la crise financière et hormis quelques exceptions notables, la croissance reste atone. Le FMI prévoit ainsi une croissance du PIB mondial de 3,1% cette année et de 3,4% en 2017. En comparaison, le PIB mondial avait augmenté de 5,2% en 2007¹. D'après le FMI, la reprise mondiale reste «faible et fragile»², faisant écho à l'opinion de l'OCDE selon laquelle l'économie mondiale serait prise au «piège de la croissance molle»³.

2,2%

Selon les premières estimations, le PIB britannique a progressé de 0,5% en volume au troisième trimestre, contre 0,7% au deuxième⁴, la progression des services (qui constituent près de 80% du PIB) s'étant poursuivie. Par rapport aux mêmes trois mois en 2015, le PIB du Royaume-Uni a progressé de 2,3% au 3^e trimestre. **Les dernières données publiées ont mécaniquement poussé à la hausse nos prévisions de croissance du PIB en 2016 à 2%, contre 1,3% immédiatement après le vote en faveur du Brexit et nos prévisions pour 2017 à 1,1% (contre 0,9%).**

2,9%

Avec un taux trimestriel annualisé de 2,9%, la croissance du PIB réel aux Etats-Unis a dépassé toutes les attentes au troisième trimestre⁵. Ce chiffre représente une forte hausse par rapport aux 1,4% enregistrés au deuxième trimestre. Bien que les chiffres concernant la consommation des ménages soient décevants, nous restons relativement optimistes vis-à-vis de la croissance américaine et anticipons **une hausse de 1,5% du PIB américain en 2016 et de 2% en 2017.**

-3,3%

D'après la banque centrale brésilienne, le PIB réel du pays (ajusté en fonction de l'évolution des prix) se resserrera de 3,3% en 2016, après avoir déjà diminué de 3,8% en 2015. **Mais les observateurs semblent croire à un rebond de l'économie brésilienne au dernier trimestre 2016.** Le PIB réel s'est replié de 3,8% en glissement annuel au deuxième trimestre, contre 5,4% au premier⁶.

3,2%

L'économie espagnole a progressé de 0,7% sur 3 mois au 3^e trimestre 2016 et de 3,2% par rapport à la même période l'an passé⁷. **Face à cette solide dynamique économique, la Banque d'Espagne anticipe une croissance du PIB de 3,2% en 2016¹⁰.** Mais dans la mesure où la dépréciation de l'euro et la chute des prix du pétrole deviennent des facteurs progressivement moins importants pour les prévisions à 12 mois, elle prévoit une baisse de la croissance à 2,3% en 2017.

¹ | FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2008 - <http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/c1f.pdf>

² | FMI, Perspectives de l'économie mondiale, mise à jour, octobre 2016 - <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/index.htm>

³ | OCDE, 1^{er} juin 2016 - <http://www.oecd.org/fr/economie/l-economie-mondiale-prise-au-piege-de-la-croissance-molle-les-decideurs-publics-doivent-agir-pour-tenir-leurs-promesses.htm>

⁴ | Singapore Ministry of Trade and Industry, 14 octobre 2016 - http://www.singstat.gov.sg/docs/default-source/default-document-library/news/press_releases/advdp3q2016.pdf

⁵ | Australian Bureau of Statistics, 7 septembre 2016 - <http://www.abs.gov.au/ausstats/abs@.nsf/mf/5206.0?opendocument&ref=HPKI>

⁶ | National Bureau of Statistics of China, 19 octobre 2016 - http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201610/20161019_1411211.html

⁷ | Bureau of Economic Analysis, 28 octobre 2016 - <http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/gdpnewsrelease.htm>



2,7%

La croissance du PIB sud-coréen a ralenti à un taux de 2,7% en glissement annuel durant le trimestre clos fin septembre, contre 3,3% au trimestre précédent¹², chiffre qui témoigne des difficultés rencontrées par de grandes entreprises comme Hyundai, Samsung et Hanjin Shipping. En dépit des incertitudes concernant les perspectives des exportations et de la consommation intérieure, la Banque de Corée table sur une croissance de 2,7% cette année, contre 2,6% en 2015.

0,7%

L'économie japonaise a progressé à un taux trimestriel de 0,2% et à un taux annualisé meilleur que prévu de 0,7% au 2^e trimestre selon les données révisées, ce qui indique une demande privée supérieure aux chiffres avancés précédemment¹³. Toutefois, la dynamique reste faible et la croissance apparaît nettement inférieure au taux annualisé de 2,1% affiché au 1^{er} trimestre.

3,3%

Le PIB australien a progressé de 3,3% en 12 mois jusqu'à fin juin 2016, soit le rythme le plus rapide depuis quatre ans, à la faveur des investissements publics⁵. Selon le nouveau gouverneur de la Reserve Bank of Australia, Philip Lowe, l'économie australienne «s'adapte assez bien» à la fin du boom des investissements miniers.

6,7%

L'économie chinoise a progressé de 6,7% au 3^e trimestre, pour le 3^e trimestre consécutif. Bien qu'un certain scepticisme accompagne les chiffres officiels, les données récemment publiées ont permis d'apaiser les craintes de nouveau ralentissement en Chine, le rebond des ventes immobilières venant alimenter la production industrielle et la consommation. L'économie chinoise devrait progresser de 6,7% cette année et de 6,2% en 2017.

0,6%

L'économie singapourienne a progressé de 0,6% en glissement annuel au 3^e trimestre, soit beaucoup plus lentement que le taux de 2% affiché au 2^e trimestre⁴. Il s'agit du plus faible taux observé depuis 2009, ce qui renforce les inquiétudes selon lesquelles le pôle financier du Sud-est asiatique a été durement touché par le ralentissement mondial et l'évolution des modes de croissance de la Chine.

⁸ Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 31 août 2016 - http://www.ibge.gov.br/home/mapa_site/mapa_site.php#indicadores

⁹ Instituto Nacional de Estadística, 28 octobre 2016 - <http://www.ine.es/prensa/cntr0316a.pdf>

¹⁰ Banco de España, 29 septembre 2016 - http://www.bde.es/bde/en/secciones/prensa/Agenda/Boletin_Economi_3113dadbbf6751.html

¹¹ Office of National Statistics, 30 sept. 2016 - <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/quarterlynationalaccounts/quarter2aprttojune2016>

¹² Bank of Korea, 25 octobre 2016 - <http://www.bok.or.kr/contents/tota/eng/boardView.action?boardBean.brId=19443&boardBean.rnum=4&menuNavId=1959&boardBean.menuId=1959&boardBean.cPage=1&boardBean.categoryCd=0&boardBean.sdt=&boardBean.edt=&boardBean.searchColumn=&boardBean.searchValue=>

¹³ Japan Cabinet Office, 8 septembre 2016 - http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/sokuhou/files/2016/qe162_2/gdemenua.html

Montagnes russes sur les marchés

Dans un contexte de hausse sensible des rendements obligataires de référence, les marchés se sont montrés plus agités en octobre, tandis que la progression des taux d'intérêt et la vigueur du dollar pesaient sur les métaux précieux. Mais, à l'issue d'un mois marqué par des prises de bénéfices modérées, les banques ont surperformé, profitant de la pentification des courbes de taux.

Actions

Prises de bénéfices au programme

Au sein des indices, une rotation sectorielle s'opère.

En octobre, le S&P500 (performance de -1,8%*) et le Stoxx Europe 600 (-1%*) ont souffert de prises de bénéfices. Dopé par son exposition aux autres économies et ses caractéristiques cycliques, le marché japonais a gagné 5%*. Les marchés émergents ont, eux, progressé de 0,25% en dollars. Le rebond des matières premières évoqué le mois dernier a touché les marchés obligataires souverains, entraînant une pentification des courbes de taux et une belle avancée des valeurs financières, banques en tête. L'indice MSCI Europe Banks a affiché la meilleure performance sectorielle d'Europe, avec 8,7% sur un mois*, contre 4,5%* et 8,8%* pour ses homologues américain et nippon. Ces solides avancées s'expliquent également par les résultats trimestriels des banques, supérieurs aux attentes.

Après le vote sur le Brexit, le contexte s'est révélé plus favorable aux entreprises cycliques, rebond des matières premières, évolution récente des rendements souverains et bons résultats favorisant un redressement des valeurs financières mondiales. Les secteurs les plus sous-évalués (cycliques et finance) ont amorcé un rebond, aidant le style *value* à surperformer le style *growth*. L'embellie se poursuivant, les prévisions de croissance des résultats en 2017 (environ 12% aux Etats-Unis, 13% en Europe et 9% au Japon) devraient être atteintes. Les marchés actions possèdent toujours un potentiel de hausse, même si nous conservons une certaine prudence avant les élections américaines et le référendum italien.

* Rentabilité totale en devises locales

Obligations souveraines

Mauvais mois pour la dette d'Etat

Le marché intégrant la progression de l'inflation et la réduction de l'assouplissement monétaire, les rendements souverains ont bondi.

Les rendements des obligations souveraines à long terme des marchés développés ont bondi en octobre, dans l'anticipation d'un moindre assouplissement monétaire et d'un raffermissement de l'inflation. Les Gilts à 10 ans (+50 pb à 1,25%) et les Bunds de même échéance (+28 pb à 0,16%) ont enregistré les mouvements les plus impressionnants. La BCE devrait prolonger son assouplissement quantitatif après mars 2017, mais des rumeurs ont circulé sur une réduction du rythme des achats et une modification des modalités techniques susceptibles de réduire les montants achetés sur la partie longue de la courbe allemande et d'entraîner une hausse des rendements longs. La BCE devrait annoncer une prorogation du programme en décembre et maintenir les achats au niveau actuel (80 milliards d'euros par mois). Elle devrait également permettre la déviation des clés de répartition, poussant le rendement du Bund à 10 ans vers 0,3% en fin d'année (contre 0,08% précédemment anticipé).

En octobre, le rendement des *Treasuries* a crû de 23 pb, à 1,83%, en raison du raffermissement des anticipations d'inflation et de la probabilité croissante d'un relèvement des taux de la Fed en décembre, mais aussi de la conviction qu'elle pourrait ralentir le rythme du resserrement en 2017 pour ne pas entraver la croissance et l'inflation. Nous avons donc révisé notre objectif de rendement des *Treasuries* à 10 ans en fin d'année de 1,7% à 2%.

Obligations corporate

Une longueur d'avance pour le high yield

La remontée des rendements souverains core a pénalisé les obligations investment grade (IG), tandis que les spreads du high yield (HY) se contractaient.

Les obligations IG ont reculé en octobre (-0,8%* en devises locales), la contraction des *spreads* n'ayant pas suffi à compenser l'effet néfaste de la progression des rendements souverains *core*. Le rendement de l'IG américain a atteint 3% pour la première fois depuis le vote sur le Brexit en juin, et celui de son homologue en euros s'est établi à 0,8% (mais reste inférieur au niveau d'avant-référendum grâce aux achats de dette privée de la BCE).

Les *spreads* du HY se sont fortement contractés (-6 pb pour le HY américain et -40 pb pour le HY européen) en octobre. Le rendement du HY américain est ressorti à +0,3%. La progression des cours du pétrole en raison d'une baisse potentielle de la production de l'Opep a entraîné une nette contraction des *spreads* de l'énergie et des métaux et mines. La performance du HY en euros (+0,9%) a été soutenue par la pentification des courbes souveraines et les résultats trimestriels des banques, supérieurs aux (maigres) attentes. Ceux des institutions vulnérables, notamment la Deutsche Bank, ont surpris par leur résilience.

Sur les marchés émergents, les rendements souverains ont plus progressé en devises fortes (+25 pb pour le JPM EMBI en dollars) qu'en monnaies locales (+18 pb pour le JPM GBI-EM) en raison de la hausse des rendements souverains américains et des craintes suscitées par l'appréciation du billet vert.

* Données basées sur les indices Bank of America Merrill Lynch

Hedge Funds

La fin d'une époque (d'assouplissement monétaire)?

Le monde se prépare à la normalisation des politiques monétaires. Cette nouvelle ère sera-t-elle plus favorable aux stratégies de hedge funds?

Pour qui observe le secteur des hedge funds à l'heure actuelle, deux questions s'imposent: pourquoi les fonds spéculatifs affichent-ils des performances inférieures à leur moyenne annuelle? Et s'agit-il d'une «nouvelle norme» ou peut-on espérer un rebond?

En cherchant à répondre à la première question, une chose nous a frappés: la performance annualisée sur cinq ans glissants de certains des meilleurs gérants *global macro* oscillait autour de 15% jusqu'à ces dernières années. Aujourd'hui, elle a chuté de moitié dans le meilleur des cas. Selon nous, cette situation est liée à l'assouplissement quantitatif. Achats aveugles d'actifs financiers, taux directeurs nuls ou négatifs, rumeurs d'*helicopter money*: le «QE» a faussé les marchés. Dans ce contexte, appliquer des stratégies de hedge funds s'est avéré complexe, les forces du marché étant altérées par les politiques des banques centrales.

Que va-t-il se passer? Nous avons analysé les performances des hedge funds en période de relèvement des taux et conclu que, lorsque les banques centrales normalisaient leurs politiques et que les taux remontaient, les hedge funds avaient tendance à surperformer, aussi bien à court qu'à long terme. Ainsi, même si les performances passées ne préjugent pas des succès futurs, il existe de bonnes raisons d'être optimiste pour les hedge funds dans l'ère post-QE.

Métaux précieux

Octobre noir pour les métaux précieux

Les métaux précieux ont connu un mois d'octobre morose, l'or, l'argent, le platine et le palladium accusant des baisses significatives

Conjuguée à un optimisme excessif des investisseurs en or, la probabilité de plus en plus forte d'un relèvement des taux de la Fed en décembre s'est traduite par un décrochage du métal jaune début octobre. Et les autres métaux précieux lui ont emboîté le pas. Si l'or et l'argent ont rapidement redressé la barre, le platine a poursuivi son repli jusqu'en milieu de mois avant d'amorcer un net rebond. De son côté, le palladium n'a enregistré aucune reprise digne de ce nom. Au final, l'or a reculé de 2,9% en dollars en octobre, l'argent a cédé 6,6%, tandis que le platine perdait 4,4% et le palladium, 13,8%. La perspective d'un relèvement des taux de la Fed et d'une progression induite du billet vert devrait continuer de pénaliser les métaux précieux. Cependant, pour favoriser la reprise de l'investissement, les grandes banques centrales devraient maintenir les taux réels à des niveaux bas: le potentiel de baisse de l'or semble donc limité. Après sa récente chute, le palladium est plus attrayant, d'autant qu'il est exposé aux ventes mondiales de voitures, qui devraient rester bien orientées. Nous restons en revanche prudents vis-à-vis du platine, car les ventes de voitures diesel devraient poursuivre leur repli.

Devises

Retour en grâce du dollar

Le billet vert s'est fortement apprécié en octobre: +3,1% pour l'indice du dollar DXY et +1,5% pour l'indice large du dollar

Plusieurs raisons expliquent ce regain de dynamisme. Citons notamment le risque accru d'un Brexit «dur», qui s'est traduit par une dépréciation brutale de la livre sterling. En outre, le marché est de plus en plus convaincu que la Fed relèvera ses taux directeurs en décembre, tandis que la PBoC a laissé le renminbi se déprécier par rapport à la devise américaine. Enfin, la progression des rendements à long terme a pesé sur le yen (le taux à 10 ans étant désormais plafonné à environ 0% par la BoJ) et sur les autres devises à faible rendement d'Asie, où les perspectives d'inflation demeurent relativement moroses.

La livre sterling devrait rester anémique, les répercussions du Brexit ne s'étant pas encore totalement concrétisées. En outre, le marché tablant sur une Fed plus conciliante que notre scénario l'an prochain (nous tablons sur deux relèvements) et la BCE ayant vocation à prolonger son assouplissement quantitatif jusqu'en septembre 2017 au moins, le taux de l'euro face au dollar devrait rester sous pression. Parallèlement, une légère amélioration des perspectives d'inflation au Japon devrait entraîner un repli des taux réels, rendant le yen moins attrayant. Enfin, la PBoC devrait continuer de laisser le renminbi reculer progressivement par rapport au dollar. Conséquence: le billet vert devrait avoir le vent en poupe dans les prochains mois.

Le monde est prêt pour un nouveau style de politique monétaire

L'hétérogénéité des politiques monétaires des banques centrales en fonction de la conjoncture économique engendre une désynchronisation. Mais alors que le monde essaie de doper une croissance molle, ces politiques ne sont pas gravées dans le marbre.

Christophe Donay, responsable de l'allocation d'actifs et de la recherche macroéconomique
Frederik Ducrozet, économiste senior

✚ Tout style de politique monétaire se distingue par ses objectifs officiels, les outils utilisés pour les atteindre (les plus courants étant les taux d'intérêt, le contrôle de la masse monétaire et la communication) et par ses canaux de transmission. Et la disparité de ces éléments de style entre banques centrales est immédiatement perceptible. En matière d'objectifs officiels, par exemple, la Banque centrale européenne (BCE) a pour unique mandat d'assurer la stabilité des prix, tandis que la Réserve fédérale américaine (Fed) a le double mandat d'optimiser l'emploi et de stabiliser les prix¹.

La Fed a révisé quatre fois son style de politique monétaire au cours des cinq dernières décennies (voir l'encadré), mais, de manière générale depuis le début des années 1990, les politiques des banques centrales ont convergé vers un objectif plus ou moins précis en termes d'inflation. La Banque de réserve de Nouvelle-Zélande a été la première à adopter officiellement ce type d'objectif en 1990. Les banques centrales d'Australie, de Suède, du Brésil et de la Pologne lui ont emboîté le pas au cours des deux décennies suivantes. Quant à la BCE, qui a pour mandat d'assurer la stabilité des prix depuis sa création en 1998, elle s'est fixé un objectif d'inflation égal ou légèrement inférieur à 2% en 2003. En 2012, le président de la Fed, Ben Bernanke, inquiet de la désinflation, a réitéré son objectif d'inflation à 2%.

Entre 1982 et 2008, le ciblage de l'inflation semblait judicieux et a été considéré comme à l'origine de la «Grande modération», caractérisée par une baisse significative de la volatilité entre le pic et le plus bas du cycle économique, du milieu des années 1980 à 2007.

Critique des politiques existantes

Mais la crise des *subprimes* et ses répercussions ont remis en cause les approches existantes de la politique monétaire. Huit ans après le pic de la crise financière, l'activité économique demeure inférieure à sa tendance de long terme, et l'inflation en dessous de ses taux cibles. Les principales économies semblent engluées dans une trappe de liquidités, les injections répétées de liquidités dans le système bancaire et la réduction des taux d'intérêt ne parvenant pas à stimuler l'inflation et les dépenses.

Les critiques des styles actuels de politique monétaire sont de quatre ordres.

Premièrement, l'énorme expansion du bilan des banques centrales témoigne à quel point la politique monétaire est devenue dysfonctionnelle. Globalement, les banques centrales ont multiplié leurs actifs par cinq depuis 2008. Le bilan de la Banque du Japon équivaut à plus de 90% du PIB du Japon, tandis que celui de la Banque nationale suisse représente quelque 110% du PIB du pays.

Deuxièmement, si la «Grande modération» a été marquée par une croissance économique plus stable et un déclin de l'inflation, certains paramètres économiques fondamentaux se sont dégradés, et le levier d'endettement s'est accru de façon inquiétante. Contrairement au mantra de la «Grande modération», les économies capitalistes semblent être devenues plus instables d'un cycle économique à l'autre. Ce siècle a connu trois grands cycles de surchauffe, liés à une accumulation excessive de la dette, qui ont débouché sur des récessions toujours plus prononcées. La première était une conséquence directe de la bulle Internet de la fin des années 1990, les sociétés technologiques, des médias et des télécommunications (TMT) rivalisant pour se positionner à l'aube de l'âge internet.

En 2008, la crise des *subprimes*, qui touchait initialement les Etats-Unis, s'est muée en une crise mondiale. Elle s'est révélée plus grave que l'éclatement de la bulle internet de 2001, car elle a précipité l'ensemble du système bancaire mondial au bord

Les changements de politique de la Fed

Au début des années 1970, marqué par d'importantes fluctuations des taux de change avant la fin du régime des changes fixes, la Fed se concentrait sur le maintien de la stabilité en ciblant le prix des réserves bancaires. Puis, à la fin des années 1970, alors que l'inflation était galopante, elle s'est tournée vers le contrôle de la masse monétaire. Et elle a finalement réussi à maîtriser l'envolée des prix, l'inflation passant de plus de 13% en 1980 à 2-3% au milieu des années 1990. Puis, en 1999, confrontée à la critique qu'une cible plus explicite nuirait à la souplesse de sa politique, elle a déclaré qu'une inflation légèrement inférieure à 2% (mesurée par l'indice des prix à la consommation) était «souhaitable». Enfin, en novembre 2008, en raison de la crise du système financier américain, la Fed a annoncé qu'elle achèterait jusqu'à USD 600 mia de titres adossés à des actifs hypothécaires et de titres de créance émis par les agences et a réduit à zéro le taux d'intérêt au jour le jour pour favoriser une détente de la masse monétaire. C'était le début de l'assouplissement monétaire, qui a engendré une expansion massive du bilan de la Fed.

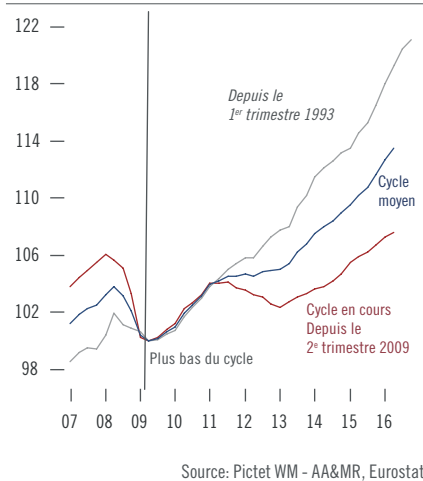
¹ Suite à l'adoption du Full Employment and Balanced Growth Act de 1978, la Fed vise à «promouvoir efficacement un niveau d'emploi optimal, des prix stables et des taux d'intérêt à long terme modérés».

de l'effondrement. Une accumulation excessive de la dette des ménages américains a été au cœur de la crise de 2008. Mais la crise la plus récente a été d'un nouveau type, centré sur la dette souveraine (celle de certains pays de la zone euro).

Si l'efficacité des politiques des banques centrales est de plus en plus souvent remise en cause, celles-ci ne sont pas à court de moyens de mise en œuvre. Depuis 2008, les principales banques centrales ont utilisé de nombreux canaux de transmission: affaiblissement de la monnaie pour relancer les exportations, relance du prix des actifs pour doper la confiance, assainissement du bilan des banques pour stimuler le cycle du crédit. Mais finalement, toutes ces mesures ont échoué puisque la croissance économique reste modeste. Aussi, la troisième critique de la politique monétaire repose-t-elle sur la conviction que les pays s'enlisent dans une croissance sous-optimale et que les économies développées, particulièrement en Europe, vont connaître depuis la crise financière une «décennie perdue», avec une croissance inférieure à la moyenne (voir le graphique).

La quatrième critique porte sur la faiblesse de l'inflation, qui ne permet pas de garantir la stabilité économique ou un taux de croissance

CYCLE DE CROISSANCE INFÉRIEUR À LA MOYENNE DANS LA ZONE EURO



Source: Pictet WM - AA&MR, Eurostat

optimal. Il est aujourd'hui manifeste que les dangers d'une inflation faible l'emportent sur ses avantages. Une faible augmentation des prix est le signe de pressions déflationnistes, aussi constitue-t-elle une menace pour la santé de l'économie.

Nouvelles politiques alternatives

Compte tenu de toutes ces critiques, de nouveaux styles de politique se font jour. Trois des plus plausibles portent sur le ciblage du prix des actifs, le ciblage du PIB nominal (PIBn) et la fixation d'une cible flexible d'inflation.

Ciblage des prix des actifs. En septembre, on peut considérer que la Banque du Japon a adopté, partiellement et indirectement, un

ciblage du prix des actifs en annonçant son intention d'acheter suffisamment d'obligations d'Etat japonaises pour que le taux à 10 ans demeure proche de zéro. On peut admettre qu'il s'agit là d'une forme «incomplète» de ciblage des prix des actifs. D'autres banques centrales pourraient-elles assumer plus ouvertement la responsabilité d'assurer la stabilité des prix des actifs ainsi que la stabilité des prix? Si l'on accepte la justification fondamentale d'une telle évolution radicale – garantir que les banques centrales puissent agir plus efficacement pour éviter les phénomènes de surchauffe décrit ci-dessus – à quels niveaux de prix des actifs les banques centrales devraient-elles intervenir? Quand la croissance du crédit est supérieure à celle du PIB nominal, la dette augmente. Les banques centrales devraient-elles définir une cible globale de croissance du crédit, ventilée en cibles par secteur? Malheureusement, la recherche théorique n'apporte pas encore de réponse claire à ces questions, et il n'existe pas de mesure reconnue pour décider qu'une classe d'actifs entre dans le périmètre d'une bulle spéculative. Par conséquent, malgré son caractère séduisant, le ciblage des prix des actifs n'est pas encore prêt à devenir le prochain style de politique monétaire des banques centrales.

Ciblage du PIBn. L'intérêt pour ce style a augmenté à mesure que la reprise des pays développés se révélait molle. Etant donné le fait qu'une répétition de la Grande dépression et de la Grande récession est non seulement indésirable, mais aussi évitable, les économistes dits monétaristes veulent que les banques centrales assurent une croissance optimale du PIB et en même temps une volatilité aussi faible

Crise	Date	Secteurs excessivement endettés	Classe d'actifs la plus touchée
Effondrement des valeurs TMT	2001-2002	Sociétés TMT	Actions américaines et européennes
Crise des subprimes	2008-2009	Ménages américains	Marché du logement américain
Crise de la zone euro	2010-2012	Dettes souveraines espagnole, grecque et portugaise	Obligations souveraines de l'Europe périphérique

Mesures effectuées sur les indices S&P500 et Stoxx Euro 600

et aussi stable que possible. Ils affirment que les banques centrales devraient mener des politiques monétaires proactives par tous les moyens disponibles, et notamment par l'assouplissement quantitatif, jusqu'à atteindre le niveau cible de BIP nominal. Les banques centrales devraient fixer un objectif transparent de croissance de la demande globale, et les sociétés et les ménages doivent être convaincus que les banques centrales ont une volonté réelle d'atteindre cet objectif. Dans ce style de politique monétaire, les cibles d'inflation et de taux d'intérêt ne sont pas des fins en soi, et la célèbre règle de Taylor relative à la politique monétaire est d'une utilité restreinte.

Ciblage flexible de l'inflation. Le ciblage flexible de l'inflation a de bonnes chances de devenir le modèle de la politique monétaire du monde développé, étant donné le fait que le Fonds monétaire international a souligné son potentiel dans la lutte contre une faible croissance. En substance, ce style de politique accepte une augmentation des prix supérieure à la cible d'inflation officielle pour une durée limitée. Son principal risque est son effet sur le marché obligataire. Déjà, nombreux sont ceux qui avancent que l'intervention massive des banques centrales au cours des huit dernières années a perturbé les mécanismes naturels du marché et stimulé de façon excessive le marché des obligations d'Etat. De ce fait, les bons du Trésor à 10 ans présentent un risque asymétrique pour les investisseurs. Dans ce scénario,

l'augmentation des taux de base, couplée à une accélération de la croissance américaine, pourrait engendrer une hausse substantielle des taux à long terme américains.

Il est opportun de rappeler qu'à l'été 1994, Alan Blinder, qui avait récemment intégré le Comité votant la politique monétaire de la Fed, affirmait que la banque centrale était obligée d'intervenir chaque fois que le chômage était élevé. A cette époque, les Etats-Unis étaient proches du plein emploi, avec un taux de chômage de 6,1%. La remarque d'Alan Blinder a été interprétée comme un signal que la Fed voulait réduire le chômage en deçà de son niveau structurel, ce qui, de l'avis des investisseurs, pourrait déclencher une spirale inflationniste. La politique choisie a provoqué l'effondrement du marché obligataire de 1994. Aujourd'hui, une annonce par la Fed qu'elle accepterait une inflation supérieure à sa cible de 2% pourrait attirer l'attention sur le risque que la Fed prenne du retard en combattant l'inflation, eu égard aux dernières données sur les prix. Qui sait comment les marchés obligataires réagiront lorsqu'ils seront conscients du fait que les taux d'intérêt à long terme américains sont très inférieurs à leur «niveau naturel» (qui devrait être égal à la croissance nominale, c'est-à-dire à la croissance du PIB augmentée de l'inflation).

Conclusion

Les politiques monétaires représenteront un facteur de risque clé pour les marchés actions et les

marchés obligataires en 2017. Les banques centrales doivent rassurer les investisseurs quant à leur capacité à adapter le style de leur politique monétaire à la conjoncture économique. Et à moyen terme, leur crédibilité pourrait être remise en cause si elles ne parvenaient pas à convaincre les différents acteurs du marché de l'efficacité de leurs politiques et de leur importance pour le cycle économique.

A long terme, il est difficile de savoir si de nouveaux styles de politique monétaire constitueront ou non un soutien à l'économie réelle, et les questions engendrées par les conséquences de l'énorme accroissement des actifs des banques centrales restent entières. Mais les avis convergent de plus en plus pour dire que les banques centrales devraient être en mesure d'utiliser ces bilans gonflés pour mettre en œuvre le nouveau style de politique monétaire qu'elles auront choisi, quel qu'il soit. Toutefois, un nouveau style de politique monétaire à lui seul ne sera pas à même de contrebalancer la «décennie perdue» des économies développées. La politique monétaire doit pouvoir agir de concert avec la politique budgétaire pour être pleinement efficace. Hélas, cette convergence entre le monétaire et le budgétaire demeure en suspens, les responsables politiques n'étant pas entièrement préparés à mettre en œuvre les mesures budgétaires nécessaires pour soutenir la croissance (*voir l'éditorial*).

Contributeurs | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Laureline Chatelain, Frederik Ducrozet, Dong Chen
Edition | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan | Rédaction achevée le 2 novembre 2016
Relecture | Sabine Jacot-Descombes **Mise en page** | Production Multimédia Pictet Papier |
Imprimé sur du papier certifié FSC

Avertissement | Le présent document n'est pas destiné aux personnes qui seraient citoyennes, domiciliées ou résidentes, ou aux entités enregistrées dans un pays ou une juridiction dans lesquels sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation seraient contraires aux lois ou règlements en vigueur.

Les informations et données fournies dans le présent document sont communiquées à titre d'information uniquement, n'engagent pas la responsabilité du groupe Pictet et ne constituent en aucun cas une offre, une incitation à acheter, à vendre ou à souscrire à des titres ou à tout autre instrument financier.

En outre, les informations, opinions et estimations figurant dans le présent document traduisent une appréciation à la date de publication initiale et peuvent faire l'objet de changements, sans préavis. La valeur et le rendement des titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document reposent sur des cours provenant de sources d'informations financières usuelles et peuvent faire l'objet de fluctuations. La valeur boursière peut varier en fonction de changements d'ordre

économique, financier ou politique, de la durée résiduelle, des conditions du marché, de la volatilité et de la solvabilité de l'émetteur ou de celle de l'émetteur de référence. En outre, les taux de change peuvent avoir un effet positif ou négatif sur la valeur, le prix ou le rendement des titres ou des placements y afférents mentionnés dans le présent document.

Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de la performance future, et les personnes destinataires de ce document sont entièrement responsables de leurs éventuels investissements. Aucune garantie expresse ou implicite n'est fournie quant aux performances futures.

Le contenu de ce document est confidentiel et ne peut être lu et/ou utilisé que par la personne destinataire de celui-ci. Le groupe Pictet n'est pas responsable de l'utilisation, de la transmission ou de l'exploitation des données contenues dans ce document. Par conséquent, toute forme de reproduction, copie, divulgation, modification et/ou publication du contenu est sous la seule responsabilité du destinataire de ce document, à l'entière décharge du groupe Pictet. Le destinataire de ce document s'engage à respecter les lois et règlements applicables dans les juridictions où il pourrait être amené à utiliser les données reproduites dans ce document.

Ce document est émis par le groupe Pictet. Cette publication et son contenu peuvent être cités à condition que soit indiquée la source. Tous droits réservés. Copyright 2016.

Hausse des rendements des obligations de référence

Les taux des obligations de référence à long terme ont progressé en octobre, ceux à 10 ans repassant en territoire positif dans la zone euro. La dette à haut rendement et la dette émergente ont affiché les meilleures performances de l'année dans l'univers obligataire, les meilleurs élèves sur les marchés actions étant les secteurs de l'énergie et des matériaux.

Les données des graphiques et tableaux de cette page sont arrêtées au 31 octobre, 2016

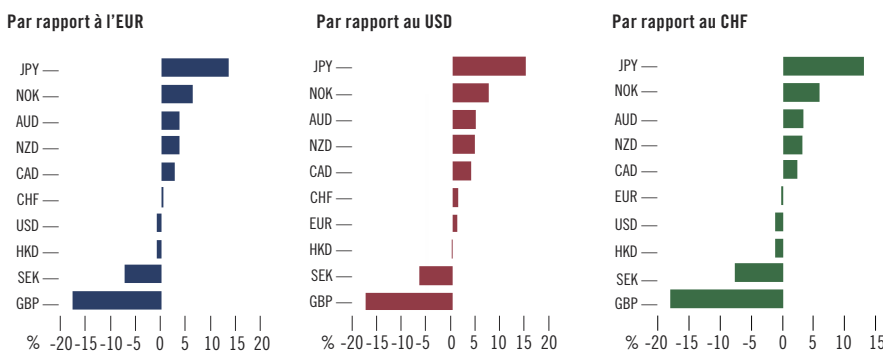
PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Taux de croissance du PIB	2014	2015	Estimations Pictet – (consensus*)	
			2016E	2017E
USA	2.4%	2.6%	1.5% (1.5%)	2.0% (2.2%)
Zone euro	0.9%	1.6%	1.5% (1.6%)	1.3% (1.3%)
Suisse	2.0%	0.8%	1.5% (1.5%)	1.3% (1.4%)
Royaume-Uni	3.1%	2.2%	2.0% (1.9%)	1.1% (0.9%)
Japon	-0.1%	0.6%	0.6% (0.6%)	0.6% (0.9%)
Chine	7.3%	6.9%	6.7% (6.6%)	6.2% (6.3%)
Brésil	0.1%	-3.9%	-3.2% (-3.2%)	1.0% (1.1%)
Russia	0.5%	-3.3%	-0.7% (-0.6%)	1.3% (1.2%)

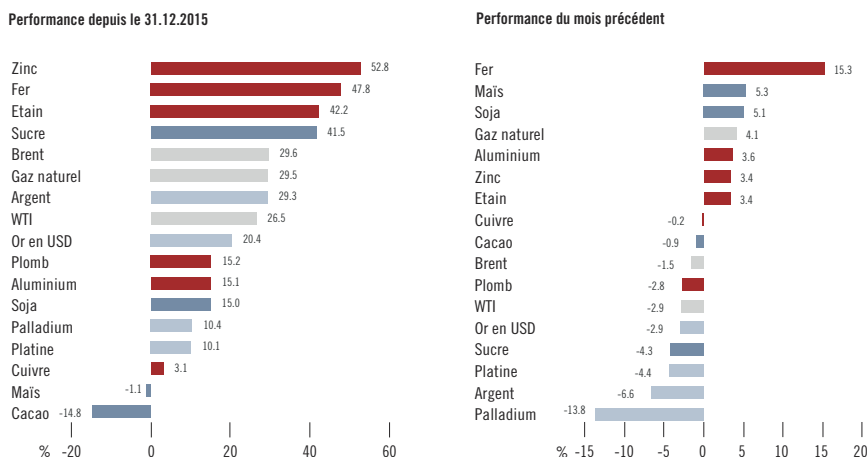
Inflation (IPC) Moyenne annuelle sauf Brésil fin d'année	2014	2015	2016E	2017E
USA	1.6%	0.1%	1.4% (1.2%)	2.4% (2.3%)
Zone euro	0.4%	0.0%	0.2% (0.2%)	1.3% (1.3%)
Suisse	0.0%	-1.1%	-0.3% (-0.4%)	0.4% (0.3%)
Royaume-Uni	1.5%	0.0%	0.8% (0.7%)	2.7% (2.3%)
Japon	2.7%	0.8%	-0.3% (-0.2%)	0.4% (0.4%)
Chine	2.0%	1.4%	1.8% (2.0%)	1.8% (1.9%)
Brésil	6.3%	9.0%	8.0% (7.1%)	5.4% (5.2%)
Russie	7.8%	15.5%	6.5% (6.3%)	5.5% (5.3%)

*Source: Consensus Economics Inc

VARIATION DES COURS DE CHANGE (DEPUIS LE 31.12.2015)



MATIÈRES PREMIÈRES

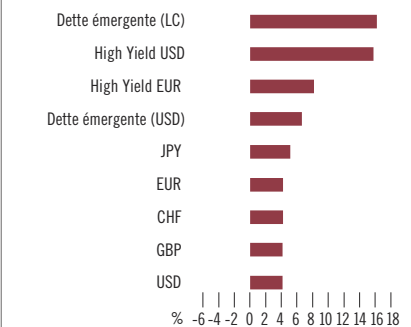


TAUX D'INTÉRÊT

	Courts (3 mois)	Long (10 ans)
USA	0.50%	1.8%
Zone euro	0.0%	0.16%
Suisse	-0.75%	-0.4%
Royaume-Uni	0.25%	1.25%
Japon	0.0%	0.0%
Chine	2.20% (1 an)	4.75% (5 ans)
Brésil	14.0%	11.4%

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Performance depuis le 31.12.2015



MARCHÉS ACTIONS

Performance depuis le 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	4.0%	3.1%	2.8%	25.6%
S&P 500*	5.9%	4.9%	4.6%	27.8%
MSCI Europe*	-2.7%	-3.6%	-3.9%	17.5%
Tokyo SE (Topix)*	5.2%	4.3%	3.9%	27.0%
MSCI Pacific ex. Japan*	11.1%	10.1%	9.8%	34.1%
SPI*	-4.5%	-5.4%	-5.7%	15.3%
Nasdaq	3.6%	2.7%	2.4%	25.1%
MSCI Em. Markets*	16.6%	15.6%	15.2%	40.8%
Russell 2000	4.9%	3.9%	3.6%	26.6%

* Reinvested dividends

SECTEURS D'ACTIVITÉ

Performance depuis le 31.12.2015	USA	Europe	Monde
Industrie	7.4%	1.3%	6.2%
Technologie	10.7%	-3.3%	9.5%
Matériaux de base	7.1%	16.4%	16.2%
Télécommunications	6.3%	-17.3%	-0.5%
Santé	-6.8%	-16.7%	-9.6%
Energie	11.5%	10.4%	12.9%
Services publics	14.0%	-7.4%	5.7%
Finance	2.0%	-14.1%	-2.0%
Consommation de base	4.5%	-3.2%	2.2%
Consommation discrétionnaire	0.2%	-9.6%	-1.7%

Source: Pictet WM-AA&MR, Bloomberg, Datastream

Perspectives est également disponible en ligne.
Suivez quotidiennement et abonnez-vous à nos vues
sur l'économie, les marchés et les tendances séculaires sur
<http://perspectives.pictet.com>